

## 2021 年一季报点评：原材料上涨&芯片短缺拖累 Q1 业绩

买入（维持）

2021 年 04 月 21 日

证券分析师 黄细里

执业证号：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	103,308	156,408	196,135	233,009
同比（%）	8.6%	51.4%	25.4%	18.8%
归母净利润（百万元）	5,362	9,381	13,353	17,045
同比（%）	19.2%	74.9%	42.3%	27.6%
每股收益（元/股）	0.58	1.02	1.46	1.86
P/E（倍）	60.81	34.76	24.42	19.13

### 投资要点

- **公告要点：**长城汽车 2021Q1 实现营业收入 311.17 亿元，同比 2020 年 +150.62%，同比 2019 年 +37.52%，环比 -24.41%；归母净利润实现 16.39 亿元，同比 2019 年 +112.01%，环比 -40.93%；扣非归母净利润 13.35 亿元，同比 2019 年 +107.52%，环比 -31.84%。
- **Q1 净利润低于我们预期，净利润环比降幅超过营收，核心原因在于毛利率下滑：**长城汽车 2021Q1 汽车销量 33.88 万辆，同比 +125.42%，环比 -21.37%，环比降幅低于营收，单车平均售价下降，一季度单车收入 9.2 万元，环比下降 3.86%，主要原因在于欧拉品牌销量占比环比上升。净利润环比降幅高于营收，Q1 毛利率环比下降 3.13pct，净利率 5.27%，环比 -1.47pct。其**核心原因**包括：1) 上游大宗商品原材料涨价，公司单车平均成本提升 1-2k；2) 车型结构发生变化，净盈利能力较弱的新能源品牌欧拉销量占比环比上升 1.5pct，整体平均单车盈利 0.48 万元，环比 -24.87%；3) 单车分摊成本上升，芯片短缺影响下长城产量环比下滑，单车固定成本分摊额上升，成本增加。Q1 期间费用率总体环比 -0.81pct，同比 2019 年 +0.41pct。销售费用率同环比下滑最为明显，环比 -0.74pct，同比 2019 年 -0.94pct 主要系终端零售表现较好；管理、研发以及财务费用分别环比 -0.39pct/+0.07pct/+0.25pct，同比 2019 年分别 +0.35pct/+1.04pct/-0.04pct。
- **展望未来：产品矩阵进一步完善，新车强势周期仍在持续。**1) 芯片和原材料影响预计 Q2 仍存在但相对有限。2) 新车型角度：魏品牌“摩卡+玛奇朵+拿铁”+哈弗品牌“哈弗赤兔+哈弗 XY+F7 换代”+皮卡系列“5 炮 3 弹”+欧拉系列“全新 SUV+闪电猫+朋克猫”+坦克系列“坦克 700/800”等众多新车型持续上市。3) 坦克工厂升级完毕，Q2 交付速度加快，将有望带动盈利能力改善。
- **盈利预测与投资评级：**看好自主品牌崛起，尤其看好长城汽车的本轮新车周期持续向上。考虑原材料价格上涨及芯片短缺影响等因素，我们将长城汽车 2021-2023 年归母净利润预测由 111/144/180 亿元下调为 94/134/170 亿，分别同比 +74.9%/+42.3%/+27.6%，对应 EPS 分别为 1.02/1.46/1.86 元，对应 PE 为 35/24/19 倍。新一轮产品周期持续放量，基本面表现领先行业，首选长城汽车，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主 SUV 价格战超出预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	35.54
一年最低/最高价	7.34/51.22
市净率(倍)	5.77
流通 A 股市值(百万元)	214225.49

### 基础数据

每股净资产(元)	6.16
资产负债率(%)	61.27
总股本(百万股)	9175.34
流通 A 股(百万股)	6027.73

### 相关研究

- 1、《长城汽车（601633）：3 月批发同比 +84%，业绩表现靓丽》2021-04-09
- 2、《长城汽车（601633）：2020 年年报点评：Q4 业绩靓丽，继续重点推荐》2021-03-31
- 3、《长城汽车（601633）：1-2 月累计批发同比 2019 年 +26.15%》2021-03-09

长城汽车三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>99,399</b>	<b>102,945</b>	<b>121,533</b>	<b>123,055</b>	<b>营业收入</b>	<b>103,308</b>	<b>156,408</b>	<b>196,135</b>	<b>233,009</b>
现金	14,588	8,137	27,798	19,983	减:营业成本	85,531	129,349	160,635	189,669
应收账款	3,936	6,835	6,686	9,369	营业税金及附加	3,192	4,849	7,159	8,738
存货	7,498	13,274	12,522	17,936	营业费用	4,103	6,256	7,845	9,320
其他流动资产	73,377	74,699	74,527	75,767	管理费用	2,553	3,597	3,923	4,660
<b>非流动资产</b>	<b>54,613</b>	<b>74,692</b>	<b>89,372</b>	<b>102,105</b>	研发费用	3,067	3,128	3,923	4,660
长期股权投资	8,415	14,022	19,704	25,481	财务费用	397	-236	-860	-1,312
固定资产	28,609	40,952	48,439	53,999	资产减值损失	-676	-545	-1,002	-1,176
在建工程	2,936	4,273	4,817	5,051	加:投资净收益	956	329	380	420
无形资产	9,267	10,076	11,057	12,248	其他收益	887	443	512	596
其他非流动资产	5,385	5,370	5,355	5,325	资产处置收益	-9	22	29	21
<b>资产总计</b>	<b>154,011</b>	<b>177,637</b>	<b>210,904</b>	<b>225,161</b>	<b>营业利润</b>	<b>5,752</b>	<b>10,835</b>	<b>15,429</b>	<b>19,516</b>
<b>流动负债</b>	<b>81,166</b>	<b>96,718</b>	<b>119,953</b>	<b>120,702</b>	加:营业外净收支	476	356	350	376
短期借款	7,901	7,901	7,901	7,901	<b>利润总额</b>	<b>6,227</b>	<b>11,190</b>	<b>15,779</b>	<b>19,892</b>
应付账款	49,841	62,184	84,601	83,644	减:所得税费用	865	1,766	2,360	2,775
其他流动负债	23,423	26,633	27,451	29,157	少数股东损益	0	43	66	73
<b>非流动负债</b>	<b>15,504</b>	<b>14,153</b>	<b>12,395</b>	<b>10,430</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,362</b>	<b>9,381</b>	<b>13,353</b>	<b>17,045</b>
长期借款	10,777	9,426	7,668	5,704	EBIT	6,980	11,662	16,001	19,875
其他非流动负债	4,727	4,727	4,727	4,727	EBITDA	11,732	15,850	21,717	26,921
<b>负债合计</b>	<b>96,670</b>	<b>110,871</b>	<b>132,348</b>	<b>131,133</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0	43	109	182	每股收益(元)	0.58	1.02	1.46	1.86
归属母公司股东权益	57,342	66,723	78,447	93,846	每股净资产(元)	6.25	7.27	8.55	10.23
<b>负债和股东权益</b>	<b>154,011</b>	<b>177,637</b>	<b>210,904</b>	<b>225,161</b>	发行在外股份(百万股)	9176	9176	9176	9176
					ROIC(%)	11.6%	15.8%	29.1%	27.4%
					ROE(%)	9.4%	14.1%	17.1%	18.2%
					毛利率(%)	17.2%	17.3%	18.1%	18.6%
					销售净利率(%)	5.2%	6.0%	6.8%	7.3%
					资产负债率(%)	62.8%	62.4%	62.8%	58.2%
					收入增长率(%)	8.6%	51.4%	25.4%	18.8%
					净利润增长率(%)	18.4%	75.7%	42.4%	27.6%
					P/E	60.81	34.76	24.42	19.13
					P/B	5.69	4.89	4.16	3.47
					EV/EBITDA	28.17	21.27	14.54	11.96

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

#### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

